

学校编码: 10384  
学 号: X2008120065

分类号\_\_\_\_密级\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

行政处罚视野下的内幕交易法律问题研究  
Research on Legal Problems of Insider Trading  
in the Field of Administrative Penalty

林洁瑜

指导教师姓名: 夏雅丽 教授  
专 业 名 称: 法 律 硕 士  
论文提交日期: 2012 年 4 月  
论文答辩时间: 2012 年 月  
学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席:\_\_\_\_\_  
评 阅 人:\_\_\_\_\_

2012 年 4 月

行政处罚视野下的内幕交易法律问题研究

林洁瑜

指导教师

夏雅丽

教授

厦门大学

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的  
研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表  
的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规  
范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )  
课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)  
经费或实验室的资助,在( )实验室完成。

(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,  
未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

200 年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文(包括纸质版和电子版)，允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

(        ) 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年    月    日解密，解密后适用上述授权。

(        ) 2. 不保密，适用上述授权。

(请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。)

声明人(签名)：

200    年    月    日

## 摘 要

内幕交易是资本市场的毒瘤，严重危害资本市场的诚信基石，损害投资者的合法利益。各国证券监管部门无一例外地将其作为严厉打击的对象。然而时至今日，内幕交易仍是世界性的监管难题。无论是法学理论界还是法律实务部门都在探求破解之策。

本文对构成内幕交易的三个重要部分内幕信息、内幕交易主体、内幕交易行为进行分别探讨。首先，对于内幕信息，从其基本属性出发，探讨重大性和非公开性的内涵，在实践中存在的问题，以及增加事前的不确定性作为内幕信息的重要属性的建议。其次，对内幕交易主体，在借鉴美国为代表的西方成熟资本市场关于内幕人构成分类理论之基础上，分析我国现行《证券法》关于内幕交易主体的分类及存在的问题，司法解释对内幕交易主体的完善，提出进一步完善内幕交易主体立法的建议。最后，对于内幕交易行为的认定，笔者认为重点在于证明责任和证明标准。由于过去过于内幕交易行政处罚案件要求行政处罚部门过于严格的证明责任及对内幕交易事实过高的证明标准，导致了本就隐蔽的内幕交易行为在调查和认定上的特殊困难性，不利于加大对日益猖狂的内幕交易案件的执法打击力度。鉴于此，法学理论界和证券执法部门关于调整内幕交易行政处罚案件证明责任和证明标准的呼声日益高涨，在这一背景下出台的最高人民法院《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》在很大程度上吸收了这些建议，在证明责任和证明标准上进行了突破和创新，这对于今后的内幕交易调查工作影响深远。

**关键词：**证券；内幕交易；认定



## Abstract

The insider trading is a malignant tumor in capital market. It endangers the honesty of capital market and does harm to the legitimate interests of investors. Securities supervision and administration institutions attack it severely with no exception in every country. The insider trading, however, is still a difficulty in supervision and administration all over the world. They are seeking the solution to it both in theory and in practice.

This paper discusses the three main parts of insider trading. They are inside information, the subjects of insider trading and the behaviors of insider trading. In the first place, as for the inside information, it is suggested that we should discuss the concepts of being important and being not public and the problems in practice on the basis of its basic attribute. It is also suggested that we should take being uncertain as an important attribute of inside information. In the second place, as for the subjects of insider trading, mature capital market in western countries, especially in America, has classification theory in the formation of insiders, which we can use for reference. Then we should analyze the classification of the subjects of insider trading in the Securities Law and its problems in China. Legal explanation for the subjects of insider trading should be improved. Laws of the subjects of the insider trading should be further improved. Finally, as for the determination of insider trading, I think its importance lies in the burden and standard of proof. In the past, cases of administrative penalty of insider trading demand strict burden proofs and high standards of proof for the truth of insider trading, which leads to special difficulty in the survey and identification of covert insider trading and also discourages the attacks of increasingly serious insider trading. In view of these situations, the calls for adapting the burden and standard of proof for cases of administrative penalty for insider trading are rising in the theory of law and law enforcement agencies of securities. Under this background, “the summary of the forum on problems of proof for trying cases of administrative penalty of securities” of the Supreme Court greatly adopts these suggestions. It gets breakthrough and creation in burden and standard of proof, which will have a profound influence on the survey of insider trading in future.

**Key Words:** Securities; Insider trading; Cognizance



目 录	
引 言.....	1
第一章 内幕交易行政处罚案件的认定 .....	2
第一节 内幕交易概述 .....	2
一、内幕交易的概念及特征.....	2
二、内幕交易的危害.....	2
三、内幕交易的法律责任.....	3
第二节 内幕信息的认定 .....	3
一、重大性.....	4
二、未公开性.....	5
第三节 内幕交易的适格主体 .....	6
第四节 内幕交易行为的证明 .....	7
一、内幕交易行政处罚案件的证明责任分配.....	7
二、内幕交易行政处罚案件的证明标准.....	8
第二章 我国内幕交易行政处罚案件认定存在的问题.....	11
第一节 我国内幕信息认定存在的问题 .....	11
第二节 我国内幕交易主体认定存在的问题 .....	12
一、内幕交易主体的构成不够清晰.....	12
第三节 我国内幕交易行为认定存在的问题 .....	12
一、信息传递过程证明难.....	12
二、账户实际控制权证明难.....	13
三、交易行为与内幕信息的关联性证明难.....	13
第三章 进一步加大内幕交易行政处罚案件打击力度的建议.....	14
第一节 健全、完善内幕信息的认定标准 .....	14
一、明确将“事前的不确定性”确定为内幕信息的基本属性.....	14
二、进一步明确“重大性”的判断标准，使其更具有科学性和可操作性 .....	15



<b>第二节 进一步明确内幕交易主体范围 .....</b>	<b>15</b>
一、有关司法解释对内幕交易主体范围的完善.....	15
二、进一步明晰内幕交易主体的建议.....	16
<b>第三节 降低内幕交易行为认定的标准 .....</b>	<b>16</b>
一、内幕交易行政处罚案件调查实践突破以往证明责任和证明标准的 尝 试.....	16
二、有关司法解释对行政处罚案件内幕交易行为认定的突破.....	17
三、确立“优势证据标准”，进一步完善行政处罚案件中内幕交易行为 认 定.....	18
<b>结    语.....</b>	<b>20</b>
<b>参考文献.....</b>	<b>21</b>

## Contents

<b>Preface .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter 1 A Brief for Case Determination of Administrative Penalty for Insider Trading .....</b>	<b>2</b>
<b>Subchapter 1 An Introduction of Insider Trading.....</b>	<b>2</b>
Section 1 The Definition and Characteristics of Insider Trading .....	2
Section 2 The Risk of Insider Trading .....	2
Section 3 Legal Liability of Insider Trading.....	3
<b>Subchapter 2 Determination of Inside Information .....</b>	<b>3</b>
Section 1 Being Important .....	4
Section 2 Being Covert .....	5
<b>Subchapter 3 The Proper Subject of Insider Trading .....</b>	<b>6</b>
Section 1 Insiders of the Company .....	7
Section 2 Temporary Insiders .....	7
Section 3 Receivers of the Information .....	8
<b>Subchapter 4 Proof for Insider Trading .....</b>	<b>7</b>
Section 1 The Distribution of Burden Proof for Case of Administrative Penalty for Insider Trading .....	7
Section 2 The Standards of Proof for Case of Administrative Penalty for Insider Trading.....	8
<b>Chapter 2 Problems of Case Determination of Administrative Penalty for Insider Trading in China.....</b>	<b>11</b>
<b>Subchapter 1 Problems of Determination of Inside Information in China.....</b>	<b>11</b>
<b>Subchapter 2 Problems of Determination of the Subject of Insider Trading in China .....</b>	<b>12</b>
<b>Subchapter 3 Problems of Determination of Insider Trading in China .....</b>	<b>12</b>
<b>Chapter 3 Suggestion of Dealing with Case of Administrative Penalty for Insider Trading More Severely .....</b>	<b>14</b>
<b>Subchapter 1 Improving the Standards of Determination of Inside Information.....</b>	<b>14</b>

Section 1 Identifying Clearly “being Uncertain” as A Basic Attribute of Inside Information .....	14
Section 2 Further Clarify the Judging Standards of “being Important” .....	15
<b>Subchapter 2 Further Clarify the Range of the Subject of Insider Trading..</b>	<b>15</b>
Section 1 Improvement on Legal Explanation for the Range of the Subject of Insider Trading.....	15
Section 2 Further Clarify the Subject of Insider Trading .....	16
<b>Subchapter 3 Lower the Standards of Determination of Insider Trading.....</b>	<b>16</b>
Section 1 Attempt to Break the Former Burden and Standard of Proof in Administrative Practice of Insider Trading.....	16
Section 2 To Break the Legal Explanation for Determination of Insider Trading	17
Section 3 To Set “Standards of Preponderant Evidence” and to Further Improve Case Determination of Administrative Penalty for Insider Trading .....	18
<b>Conclusion .....</b>	<b>20</b>

## 引 言

近年来,随着资本市场的活跃,内幕交易案件呈现上升趋势,范围有所扩大,严重影响证券市场的诚信基石。证券监管部门近年来一直将内幕交易作为打击重点,持续保持高压态势,查处了一批大案要案。据统计,2008年至2010年6月,证监会共调查内幕交易案件227起,占新增564起案件的40%,其中立案61起,非正式调查166起,依法向公安机关移送涉嫌犯罪案件16起,其中不乏杭萧钢构、延边公路等重大案件。

然而,与付出的调查成本相比,效果却并不尽如人意,究其原因一是内幕交易行为具有隐蔽性,目前仍是世界性的监管难题;二是目前我国的法制条件的局限造成调查和认定的特殊困难。因而如何对内幕交易实施更加有效的规制是我国资本市场发展过程中面临的重大难题。

从内幕交易的构成要素来对内幕交易行政处罚案例进行分析,发现这些内幕交易行为存在着鲜明的特点。从交易涉及的内幕信息来看,并购重组信息是内幕交易的重灾区;从内幕交易的实施主体来看,仍以法定内幕信息知情人尤以上市公司及股东相关人员为主,但是2007年后发生的内幕交易有相当部分由政府机构、中介机构、传媒机构人员、内幕人员亲友等非法定内幕信息知情人实施。<sup>①</sup>这个趋势与其他成熟资本市场国家内幕交易的趋势是一致的。下文将对内幕信息、内幕交易主体、内幕交易行为等三个构成要素分别进行探讨。

---

<sup>①</sup>蔡奕.我国证券市场内幕交易的法学实证研究—来自31起内幕交易成案的统计分析[J].证券市场导报,2011,(7): 1-3.

## 第一章 内幕交易行政处罚案件的认定

### 第一节 内幕交易概述

#### 一、内幕交易的概念及特征

对于证券内幕交易的概念,学术界没有一致的结论。其中一种观点侧重于对内幕信息的利用,如“构成内幕交易行为的实质在于是否利用内幕信息”,而“不在是否系内幕人员所为”<sup>①</sup>。另有观点仅强调知悉内幕信息,如“证券交易内幕信息的知情人员或者通过不正当的手段或者其他途径获得内幕信息的人,在涉及证券的发行、交易或者其它对证券价格有重大影响的信息尚未公开前买入或者卖出该证券、泄露该信息或者建议他人买卖证券,情节严重的行为”。<sup>②</sup>另外,许多学者将内幕交易的目的性作为内幕交易的基础对其进行定义。

我国法律未对证券内幕交易的概念作出规定,但对内幕交易行为进行了限制性规定,我国现行《证券法》第七十三条规定,禁止证券内幕交易为证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。

从上述内幕交易的规定中可以总结出内幕交易的一些特征,包括:(一)内幕交易的主体是掌握内幕信息的人,包括内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人。(二)掌握内幕信息的优势是当事人进行内幕交易的“筹码”。(三)获得非法收益不是内幕交易的构成要件。从《证券法》的规定可以看出,获取非法收益通常是内幕交易的目的,但是不是构成要件。

#### 二、内幕交易的危害

内幕交易是证券市场的毒瘤,它的危害表现在:

(一)破坏了“公开、公平、公正”的良好市场秩序。证券交易中,内幕人利用内幕信息大量买入或卖出证券,以获取自己的非法利益或规避损失之目的。这种损害其他投资者和中小股东的利益为自己牟利的内幕交易行为,是对证券市场的“三公”原则的严重背离,破坏了正常的市场秩序,损害了市场的诚信基石,甚至会影响到投资者投资的信心,造成投资者的流失,扰乱了证券市场乃至整个

<sup>①</sup> 黄余海.中外证券市场内幕交易实证研究(博士学位论文)[D].上海:复旦大学,2003.18.

<sup>②</sup> 陈磊.中美证券内幕交易罪比较研究(硕士学位论文)[D].上海:华东政法学院,2007.8.

金融市场的运行秩序。

（二）损害了广大投资者的合法利益。内幕交易使少数内幕交易主体获得的非法利益或非法规避损失的同时，必然使得内幕交易的交易对手方-无辜的资本市场参与者不公平地丧失利益，因为信息的不对等使得无辜的资本市场参与者没有足够的真实信息作出对其有利的投资决策，成为了内幕交易的牺牲品。

（三）损害了上市公司的利益。如果允许内幕交易成为上市公司管理层的生财之道，那么他们将千方百计地寻求如何将利用内幕信息实现利益的最大化而不是如果潜心做好公司管理来谋求个人事业的前程。另外，内幕交易导致上市公司信誉的丧失，必将损害广大投资者对上市公司的信心，公众公司的诚信形象也将受到质疑，企业筹资难度加大，从而影响上市公司的正常发展。

### 三、内幕交易的法律责任

我国对内幕交易行为的规制主要是由刑事责任、行政责任和民事责任构成的责任体系，其中《刑法》第 180 条规定了内幕交易罪的刑事责任；《证券法》第 202 条规定了内幕交易的行政责任，包括责令处理非法持有的证券、没收违法所得、罚款等；《证券法》第 76 条规定了内幕交易的民事赔偿责任。本文仅从行政处罚角度探讨内幕交易认定的法律问题。

## 第二节 内幕信息的认定

先从一个案例说起：A 上市公司（净资产 59,000 万元）公告了董事会关于投资 8,000 万元设立一个重要子公司的决定，后公司着手设立该子公司成立事项，并在子公司成立后发布了公告。公司股票在公司发布子公司正式成立的公告前一天涨停，公司 B 高管卖出了本公司股票，公告当天上午公司 C 高管买入了公司股票，公司股票继续涨停。关于公司 B、C 高管是否涉嫌内幕交易引起争议，其焦点主要在于该子公司成立的消息公开前是否属于内幕消息。

按照《证券法》规定，证券交易活动中，涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息，为内幕信息。根据该规定，内幕信息具有重大性和未公开性两大属性。下面逐项阐述：

## 一、重大性

关于内幕信息的重大性,《证券法》条文中直接作了解释,即涉及公司的经营、财务或者对该公司证券的市场价格有重大影响的。具体何种重大信息构成内幕信息,《证券法》以列举的方式作了具体规定:即六十七条所列的十二项重大事件和七十五条列举的其他七项。值得注意的是,《证券法》第六十七条列举的重大事件包括国务院证券监督管理机构规定的其他事项;第七十五条列举的内幕信息包括国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息。笔者对于这两项兜底条款理解如下:

### (一) 关于“国务院证券监督管理机构规定的其他事项”

按照《证券法》的授权,证监会在部分部门规章里规定了部分其他重大事项,如《上市公司信息披露管理办法》第30条补充了变更会计政策、会计估计等部分事项;《上市公司重大资产重组管理办法》第四条补充了上市公司重大资产重组。

### (二) 关于“国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息”

《证券法》未对“显著影响”作出解释,证监会《内幕交易调查指引》第9条对“显著影响”有如下说明:“显著影响指通常情况下,有关信息一旦公开,公司证券的交易价格在一定时期内与市场指数或相关分类指数发生显著偏离,或者致使大盘指数发生显著波动的。”可见,由于证券的交易价格可能存在多种的影响因素,一般认为应排除其他影响以后,如宏观因素、行业因素等其他干扰因素,尤其是首先要排除大盘指数涨跌幅的影响。然而,在实践中要排除所有其他的干扰因素并不容易,毕竟影响股民对某支股票心理预期的因素我们无法一一掌握。因此,在考虑上市公司的信息对股价的影响时因排除至少三方面的影响:

1. 宏观因素:由于市场对宏观因素的预期能够反映在大盘指数上,所以因剔除大盘指数涨跌幅的影响。
2. 行业因素:市场某一阶段可能会出现对某一行业、某一概念的投资热点,应参照市场中同行业同类概念公司的平均涨跌幅情况予以排除。
3. 其他消息因素:如市场关于该上市公司的其他重大传闻等,亦会造成其股价的波动。

前述案例中,A上市公司成立重要子公司投资额8,000万元,A上市公司净

资产 59,000 万元，可认定属于《证券法》第 67 条规定的重大投资行为，属于重大事项。

## 二、未公开性

即通过一定的方式和渠道公之于众。按照《指引》规定，内幕信息公开，是指内幕信息在中国证监会指定的报刊、网站等媒体披露，或者被一般投资者能够接触到的全国性报刊、网站等媒体披露，或者被一般投资者广泛知悉和理解。可见，这里的公开不仅包括按照法律规定的方式及渠道进行的合法合规的公开，也包括义务主体以规定的方式或渠道以外的其他方式或渠道公开信息，尽管后者将构成信息披露违法违规。

然而信息公开分为形式公开和实质公开，形式公开即指消息向社会大众公开披露，实质公开则指大众消化了公开披露了的消息。对于内幕人禁止交易义务的解除事项是内幕信息形式公开还是实质公开，各国不同做法。按照我国现行《证券法》规定，内幕信息一经披露，内幕人便不再有证券交易的限制。然而，形式公开的一个弊端是未考虑到市场需要时间来消化内幕信息及内幕人提前消化内幕信息的优势，这使得内幕人能够在随后相关证券的交易中占得先机。所以部分西方成熟资本市场国家创设了实质公开的制度，如美国资本市场法规规定，当公司发布某项消息一周以后，该消息才可被视为已被市场充分消化，有关的事先获得消息的人这才被允许入市交易。

我国现行的《证券法》对实质公开的理论也有所借鉴，主要体现在：（一）规定股票发行出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的证券服务机构和人员，在该股票承销期内和期满后六个月内，不得买卖该种股票；（二）规定为上市公司出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的证券服务机构和人员，自接受上市公司委托之日起至上述文件公开后 5 日内，不得买卖该种股票。笔者认为这两项规定可以理解为防止证券服务机构和人员等提前深入接触内幕信息的人，利用其提前消化信息的优势，而规定其禁止交易的期限为信息得到了实质公开、市场充分消化信息之后，这是我国内幕交易立法的一个重大进步。

前述案例中，A 上市公司成立重要子公司的信息公告前，市场尚未知晓该信息，该信息仍然具有未公开性。值得注意的是，如前所述，我国现行法律对信息公开的要求仅为形式公开。A 上市公司的 C 高管在信息形式公开之后立即买入



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕